



# 2019年保险行业投资策略

——基于新业务驱动归因和长端利率复盘角度

分析师： 陆韵婷

职业资格证书编号：S0740518090001

分析师： 戴志锋

职业资格证书编号：S0740517030004

中泰证券研究所  
专业|领先|深度|诚信

中泰证券研究所

2018年11月

## 一、保费增速核心驱动因素分拆和展望

- 1.1 储蓄类首年保费的驱动因素：企业居民活期存款增速和投资相对收益
- 1.2 2019年各公司开门红战略迥异：平安太保淡化保费聚焦NBV，国寿冲量
- 1.3 储蓄类保单需求旺盛，2019年核心变量是件均保费和活动率
- 1.4 未来3年行业新业务价值增速预测：驱动因子模型

## 二、利率黄金对保险股估值复盘和前瞻

- 2.1 以美国metlife和保德信公司的估值来看利率对以利差为主的公司的影响；
- 2.2 当前宏观利率环境更接近于2011下半年至2012年上半年衰退式放松
- 2.3 当前对保险股的隐含投资收益率预期过低

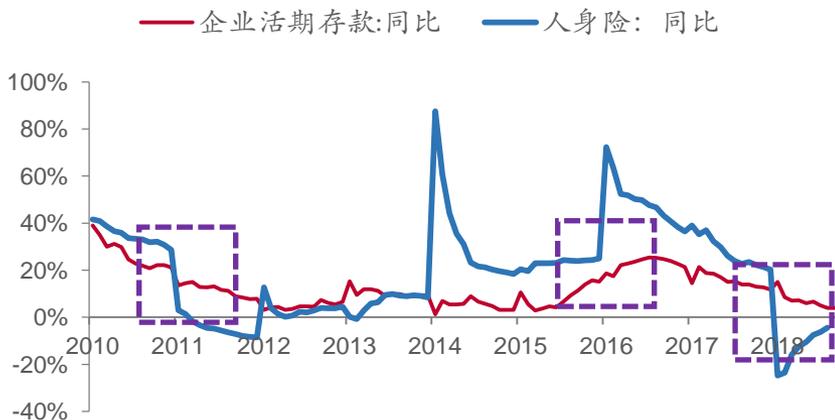
## 三、投资标的：平安，太保，新华和太平

## 四、风险提示

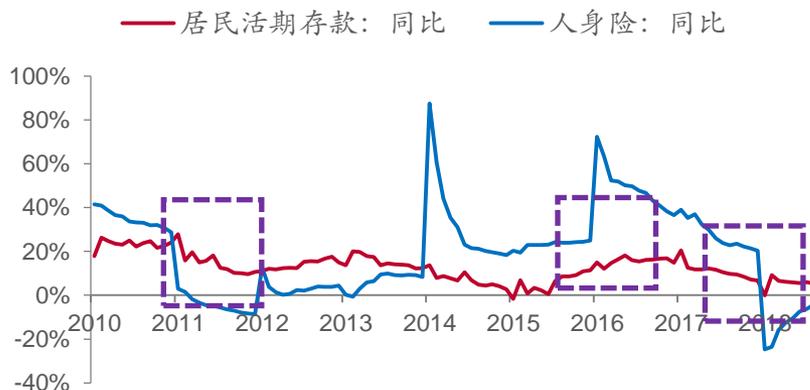
## 1.1 储蓄类首年保费的驱动因素：企业居民活期存款增速

- 我们认为储蓄类产品的需求取决于居民财富管理的总规模以及保险产品在其中的占比。其中居民财富管理总规模需求一般采用代理指标（例如居民可支配收入，PMI，社会零售规模，货币乘数等）进行预测。
- 经过数据拟合，我们发现企业和居民活期存款同比增速的变化（二阶导）和人身险同比增速呈现强相关关系，例如2011-2012年期间，企业活期存款同比增速由2010年内的20%以上迅速下降至5%-15%，该段时间人身险行业的总保费增速首次为负，又例如2015年下半年M1增速由不足10%快速攀升至15%，2016年开门红和全年保费增速均喜人，2018年初M1增速再次回落至10%以内，保费情况不佳（2014年指标的背离主要来自于万能险的崛起）；
- 当前企业和居民的活期存款增速在4%-5%，为3年来低点，因此我们对19年储蓄险需求较为谨慎；

人身险同比增速和企业，居民活期存款增速高度相关



来源：wind, 中泰证券研究所

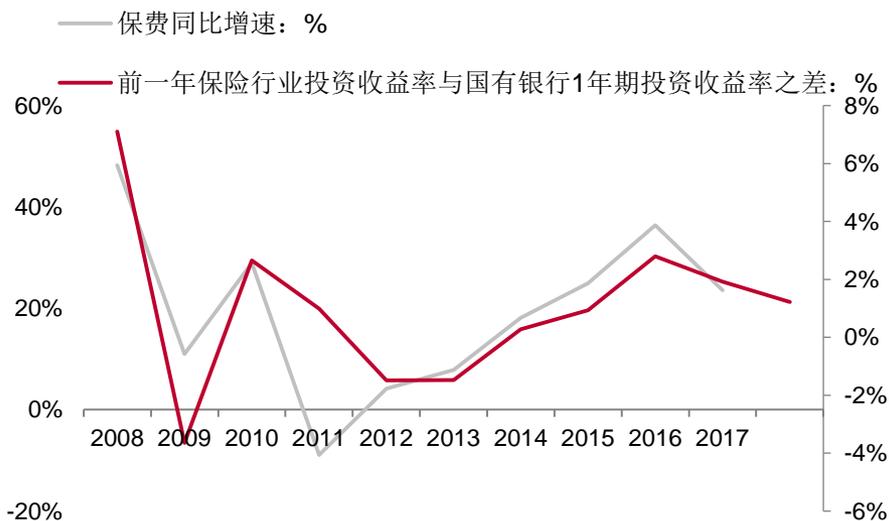


来源：wind, 中泰证券研究所

## 1.1 储蓄类保单首年保费的驱动因素：当前万能险结算利率略有优势

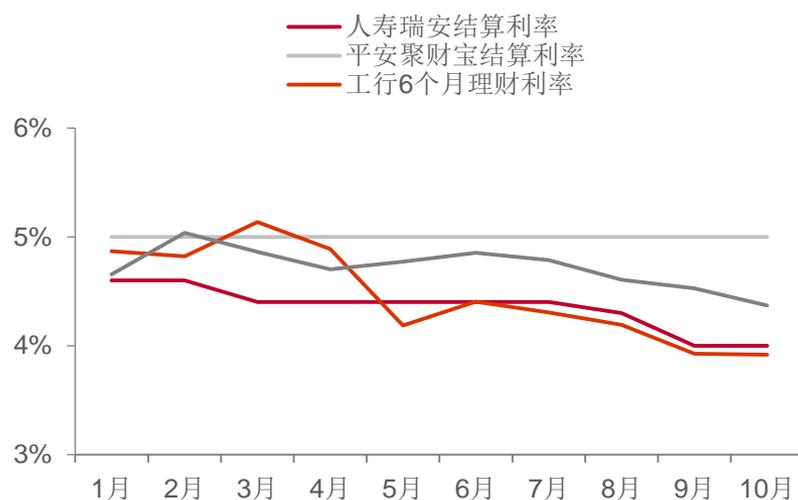
- 我们统计了人身险保费同比增速和前一期保险行业投资收益率较之银行理财相对收益率的关系，发现两者同样呈现强一致性，可能的原因在于储蓄型保险和银行理财存在竞品关系，收益率的相对高低影响保险行业在财富管理中占据的份额；
- 比较今年以来的保险万能险和银行理财的收益率情况，其中平安聚财宝万能险结算利率维持在5%不变，人寿瑞安万能险随行就市，收益率由年初的4.6%下降至10月的4.0%，工行银行6个月期限的理财较年初下降95bp至3.92%，总体来看，保险万能险结算利率略有优势；

人身险增速和理财产品的相对收益率有关



来源：wind, 中泰证券研究所

保险万能险结算利率较之银行理财略有优势



来源：wind, 公司公告, 中泰证券研究所

## 1.2 2019年各公司开门红战略迥异：平安太保淡化保费聚焦NBV，国寿冲量

- 平安，太保和新华淡化2019年开门红：其中平安将短期储蓄险额度调低30%至250亿元；太保对2019Q1的考核聚焦NBV；新华没有推出专门针对开门红的产品，年初冲保费规模后立即进入健康险的销售模式；
- 国寿在新一届领导班子上任后，开门红推动态度最积极，短期缴费+快返（高现金价值）+定期年金（15年保障期限）+顶格预定利率（4.025%）+较高的结算利率（5.3%）的产品设计形态目的就是为了冲量；
- 在明年开门红压力较大的形势下，推出4.025%顶格预定利率的保险公司数量较去年增加；
- 综合1) 企业居民活期存款增速处于近年低位；2) 万能险结算利率较银行理财略有优势；3) 成熟公司淡化开门红；4) 2018年无重大针对产品形态的监管措施，我们判断除了目标直指走量的国寿之外，其他公司年初开门红数据将较为平淡，平安和太保一季度首年保费的下降幅度预计在10%左右；

开门红要素	国寿	平安	太保	太平	新华	
产品名称	鑫享金生	金玺人生	金瑞人生	鑫满意	卓越至臻	惠添福
产品类型	定期传统年金， 预定利率4.025%	终身分红年金 预定利率2.5%	定期传统年金， 预定利率3.5%	长期分红年金 预定利率2.5%	终身分红年金， 预定利率2.5%	定期传统年金， 预定利率4.025%
投保范围	0-65岁	0岁-65岁	0岁-65岁	0岁-58岁	0-70岁	0-60岁
保险期间	15年	终身	15年	至被保险人 60/65/.../100周岁	终身	15/20年
分红	无	美式分红	无	美式分红	英式分红	无
万能险结算利率	件均保费1万元 以下4%，1- 10万元 5.0%， 10万元以上 5.3%	5.00%	5.00%	未定，但也是按照 件均保费分层结算	4.50%	5.25%
万能险保底利率	2.50%	1.75%	1.75%	2.0%/2.5%	2.50%	2.50%

来源：公司官网，中泰证券研究所

### 1.3 储蓄类保单需求旺盛，发展空间潜力巨大

- 在2018年行业较为困难的情景下，保障险的销售依旧较为强劲；
  - 太保2018年前3季度个险首年保费同比下降15%，但金佑和金诺系列同比增速达到10%以上；
  - 新华2018年前3季度个险渠道首年保费的增速为-29%，但健康险长险增速达到25%；
- 截止2017年末，重疾险保费规模约2493亿元，近2年复合增速达到47.8%，如果按照件均3000元的假设测算，国内人均持有重疾险的保单数量仅为0.06张；
- 根据太平披露的重疾险有效保单的年龄分布，30-49岁的人口占保单数量比重为41.2%，占保费比重为52.7%；从保单角度来看，假设现存的8310万张重疾险保单中30-49岁人口占比也为41.2%，则对应3424万人；根据BCG的预测，2020年时点月均可支配收入在12500元以上的家庭数为1亿户，如果这些家庭60%都处于30-49岁，则至少有6000万人（如果一个家庭只有一个人的话）有消费重疾险的潜力；
- 鉴于重疾险巨大的发展潜力和相对刚性需求，我们觉得销售的核心因素在于供给；

	2015	2016	2017
健康险原保费：亿元	2410	4043	4389
其中：重疾险占比	47.30%	42.00%	56.80%
重疾险原保费：亿元	1140	1698	2493
重疾险件均保费假设：元	2600	2800	3000
健康险保单数量：万张	4384	6065	8310
人均持有健康险保单数量	0.032	0.044	0.06

来源：保监会，中泰证券研究所

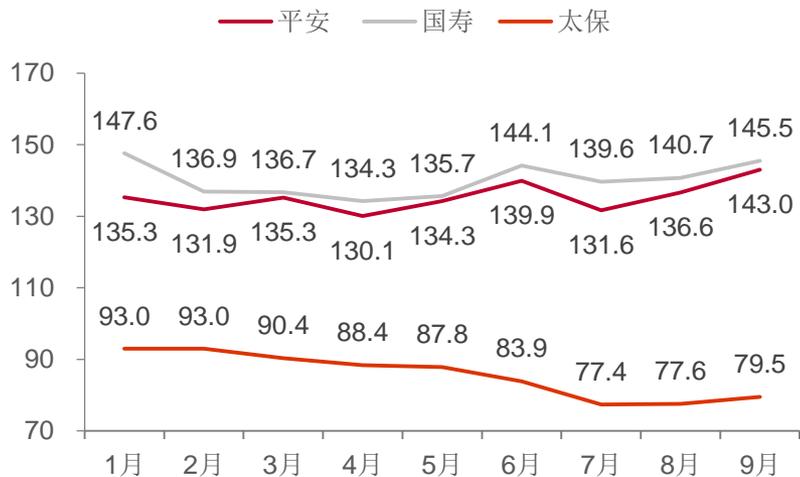
年龄段	0-9	10-19	20-29	30-39	40-49	50以上
保费占比	18.30%	6.60%	14.90%	29.30%	23.40%	7.50%
保单占比	29.60%	8.50%	16.60%	24.90%	16.30%	4.10%
保额占比	34.80%	9.60%	16.50%	24.00%	12.50%	2.60%

来源：太平公告，中泰证券研究所

### 1.3 2019年保障类保单首年保费前瞻：预计代理人增速难以大幅提高

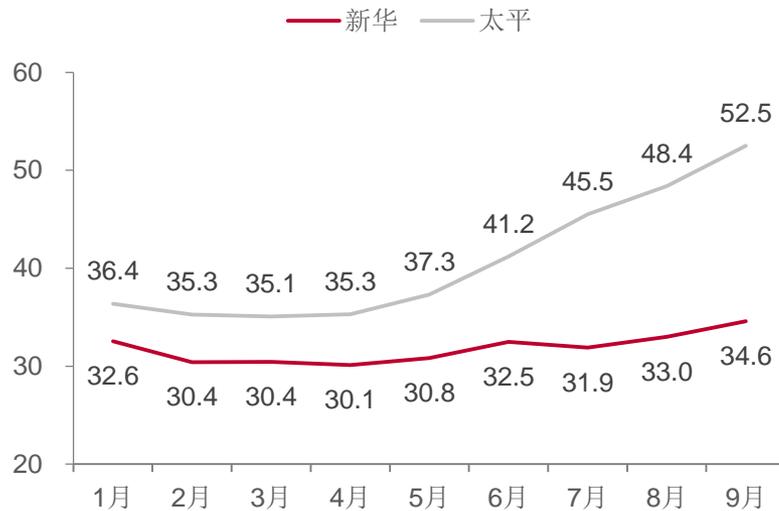
- 根据我们对太保数据的拆分，太保2017年储蓄险的件均保费约为健康险的6.18倍，但行业储蓄险佣金率一般为健康险的20%-50%，因此储蓄险对代理人的收入效应更为显著。
- 由于我们预判2019年行业储蓄险销售较为平淡，收入效应的递减将使得代理人增员速度难以大幅提高，同时各大公司加大队伍结构调整，更加关注高质量增员，我们预判2019年上市公司代理人增速在5%-10%；
- 事实上，2018年增员最强的太平也是截止3季度末唯一一家个险首年保费增速转正的上市公司；

平安，国寿和太保2018年代理人情况



来源：wind, 中泰证券研究所

新华和太平2018年代理人数量变化

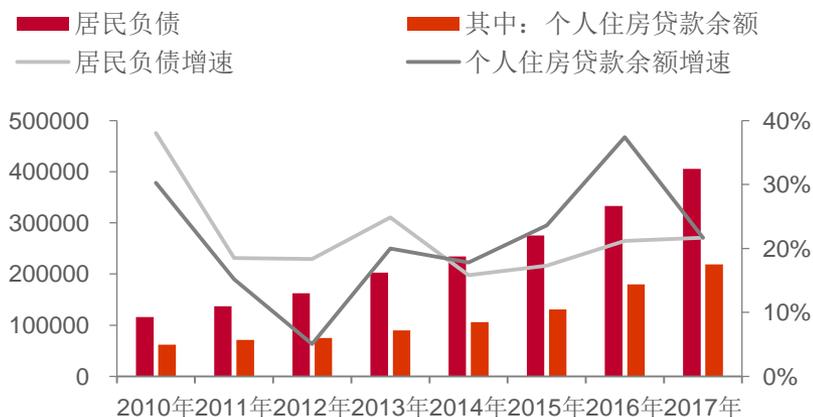


来源：wind, 中泰证券研究所

### 1.3 保障类保单首年保费的核心驱动因素：件均保费

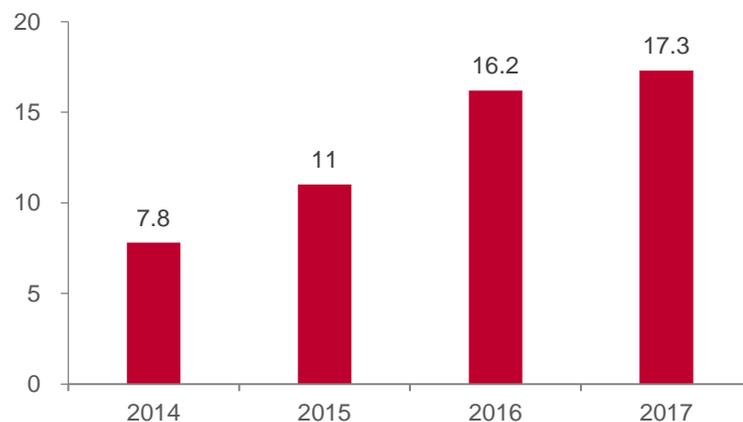
- 重疾险件均保额呈现快速上升趋势。平安重疾险新单的件均保额由2012年的4.5万上升至2016年的16.1万，太保则是由2014年的7.8万上升至2017年的17.3万元，平安和太保重疾险新单保额的复合增速分别达到了37.4%和30.4%，快速上升势头明显；
- 但即使重疾险保额近年来快速上升，依然无法覆盖保障缺口。假设当前每张重疾险保单保额为10万元（和前述3000元的件均对应），则当前8310万张重疾险对应的总保额是8.3万亿元，而截至2017年末中国居民部门总债务水平是40.53万亿元，其中个人住房贷款余额21.9万亿元，重疾险总保额仅是个人住房贷款的37.9%；
- 保险公司精细化产品设计，例如平安的爱满分将起保点设置在9000元以上就将有效提升保障保单的件均保费；
- 综上，重疾险保额的缺口巨大，件均保额快速上升，以及保险公司新产品的推动均将带动2019年保障产品的件均保费提升；

居民负债和住房贷款余额快速上升：亿元



来源：wind, 中泰证券研究所

太保重疾险新单件均保额：万元

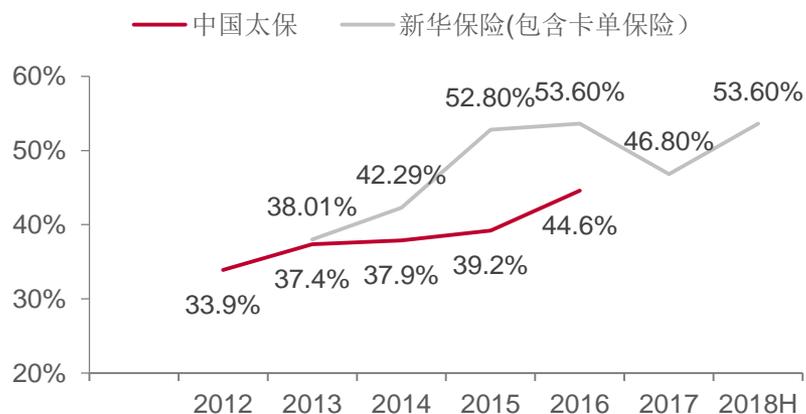


来源：太保公告, 中泰证券研究所

### 1.3 保障类保单首年保费的核心驱动因素：活动率

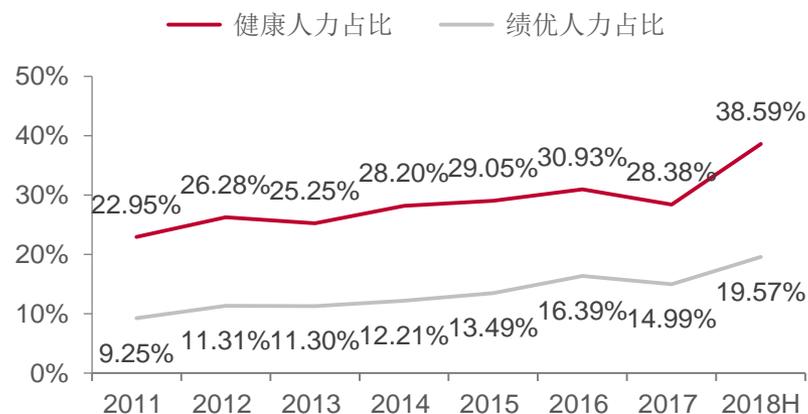
- 保障型保单的活动率有提升空间。太保的长险活动率由2012年的33.9%提高至2016年的44.6%，2017年受代理人队伍继续大幅扩张33.8%的影响，活动率有所降低；新华保险披露的保单活动率为53.6%，但若扣除卡折式保单，实际长险举绩率预计仅为38%-40%，两者距离平安的长险举绩率均有10%以上的差距，空间较大；
- 太保今年已经将代理人考核重心由人力增速切换至健康和绩优人力占比的提升上；
- 各家保险公司采取活动量管控，存量强体，有效新增，中心城区开拓，科技赋能等方式有效提升活动率；
- 平安的长险活动率已经保持在较高位置，2019年将聚焦于活动率的稳定性，例如通过考核牵引，防止开门红对保障型新单活动率的负面影响；

太保和新华的保单活动率



来源：公司公告，中泰证券研究所

太保健康人力和绩优人力占比变化：%



来源：公司公告，中泰证券研究所

## 1.4 未来3年行业新业务价值增速预测：驱动因子模型

- 根据前述对储蓄险和健康险的驱动因素判断，我们预测2019-2021年上市寿险公司的NBV增速分别为5.75%，14.28%和17.12%；
- 我们预计2019年全年NBV增速快于2018年，且同时呈现逐季改善的趋势；

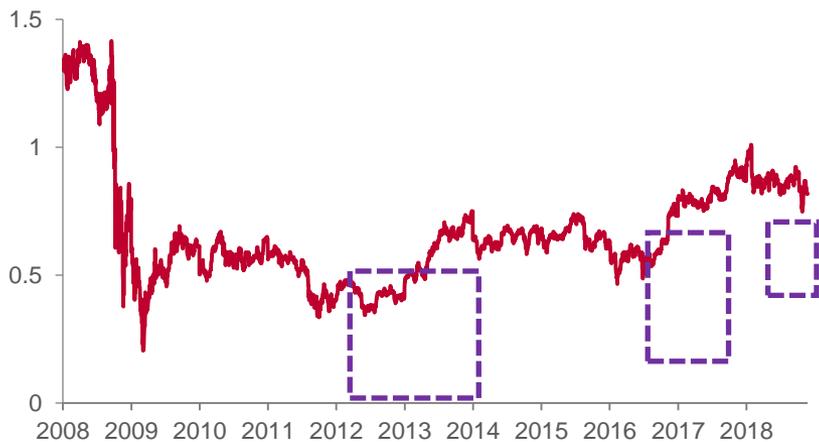
上市公司新业务价值增长因子明细分析			年化变动幅度（%），基准为100%				备注
			2015-2017年	2018年	2019年	2020-2021年	
量（新单 保费规模）	年金险	人力规模	24%	-10%	5%	6%	年金险复合增速从过去3年的25%以上到剧烈增长，预计未来3年微幅正增长
		活动率	0%	-15%	-10%	-5%	
		人均件数	0%	-15%	-8%	-3%	
		件均保费	5%	-10%	-5%	0%	
	健康险	人力规模	24%	-10%	5%	6%	预计未来3年健康险复合增速在30%左右
		活动率	0%	3%	6%	6%	
		人均件数	0%	5%	8%	8%	
		件均保费	15%	8%	10%	10%	
价（NBV MARGIN）	年金险	新业务价值率	10%	15%	12%	15%	2019年开门红年金险策略较为激进
	健康险	新业务价值率	80%	75%	70%	每年下降5%	竞争激烈造成健康险价值率小幅下滑

来源：保监会，中泰证券研究所

## 2.1 以美国metlife大都会保险的估值来看利率对以利差为主的公司的影响

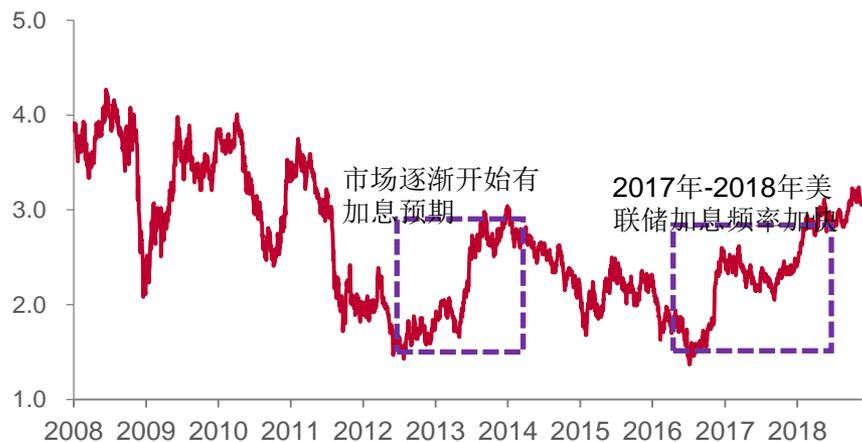
- 由于寿险和健康险公司的独自运营，美国寿险公司以年金险为主，利源结构中以利差主导；
- 分析美国保险公司的估值，可以得出长端利率和利差的关系；
- 2013年起市场逐渐有加息预期（对应同时段10年期美债显著走强），大都会保险的PB估值走出过去4年的窄幅震荡，2017年加息频率显著加快，十年债利率和大都会PB估值再次同时走强；
- 11月以来美国长债利率急跌17bp至3.05%，或显示加息预期已经打足，大都会的股份自18年9月21日（9月27日宣布今年第三次加息）达到今年高点以后，急跌19%至2年以来低点；

大都会保险市净率估值变化



来源：wind, 中泰证券研究所

美国十年期国债利率走势

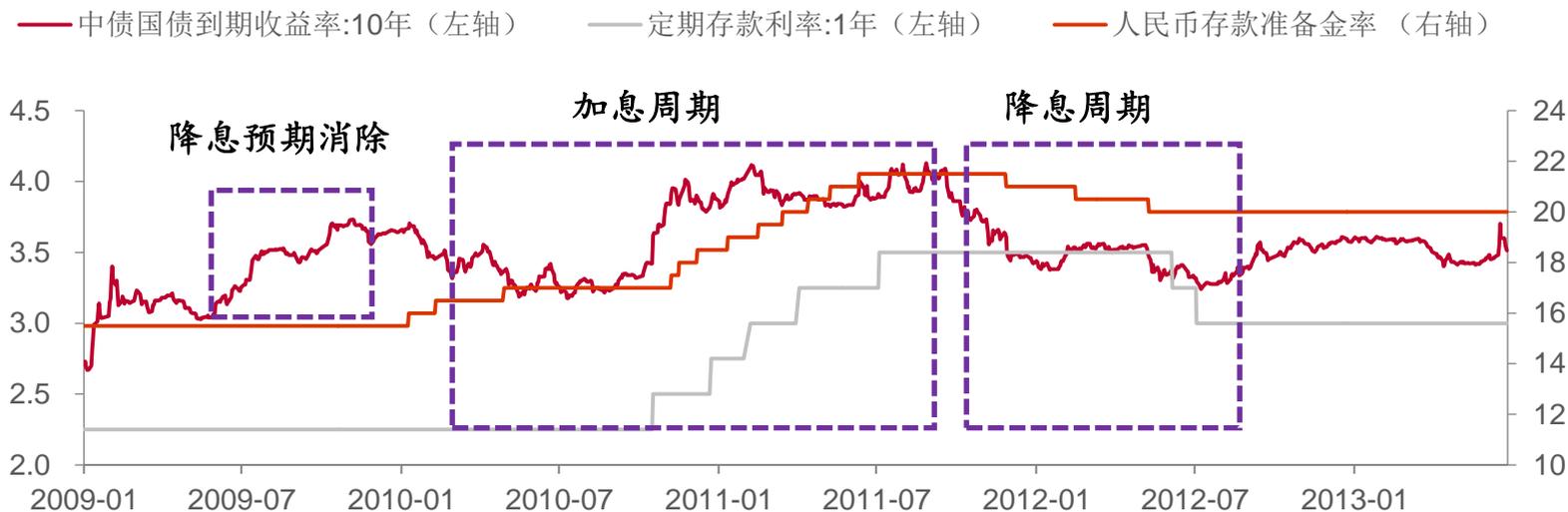


来源：wind, 中泰证券研究所

## 2.2 当前宏观利率环境更接近于2011下半年至2012年上半年衰退式放松

- **经济方面**：2011Q3-2012Q3经济增速持续下行，宏观经济迎来衰退式放松，当前经济下行压力逐渐显现；
- **货币工具方面**：国内2009年后半年降息预期基本消除，2010年年初至2011年7月为加息周期，2011年11月起开启降息周期，其中2011年11月至2012年5月下调3次准备金率合计150Bp,2012年6月和7月连续两次降息合计50bp; 2017年去杠杆背景下利率快速攀升，2018年4月-10月央行3次降准，当前降息预期渐浓；
- **利率走势方面**：2011/7至2012/1利率快速下行70bp至3.38%，之后较为平稳直至6月再次下行15bp后企稳；在经历2018年3季度的平稳之后，近期长债利率加速下行，2018年累计下行已经达到65bp；
- **外部环境**：当前和2011下半年-2012年上半年最大的区别在于当时无美国加息外力；

2009-2013年利率周期回顾



来源：wind, 中泰证券研究所

## 2.2 当前宏观利率环境更接近于2011下半年至2012年上半年衰退式放松

□ 回溯2009年至2013年利率周期，保险指数跑的较好的阶段是：

- ✓ 降息预期消除的2009年8月至10月，保险指数相对收益16.15%，绝对收益26.36%；
- ✓ 加息周期前期2010年2月至7月，保险指数相对收益27.94%，绝对收益-2.01%；
- ✓ 降息周期中期的2012年6月至8月，保险指数相对收益21.1%，绝对收益11.1%；

□ 该利率周期中，保险指数跑的比较差的阶段是：

- ✓ 加息周期末期的2010年7月至2011年2月，保险指数相对收益-31.3%，绝对收益-12.8%（但2011年同时经历了寿险行业首次保费负增长阶段）；

□ 当前处于降息预期阶段，但股价已经price in, 最悲观的时候过去；

2009-2013年利率周期回顾

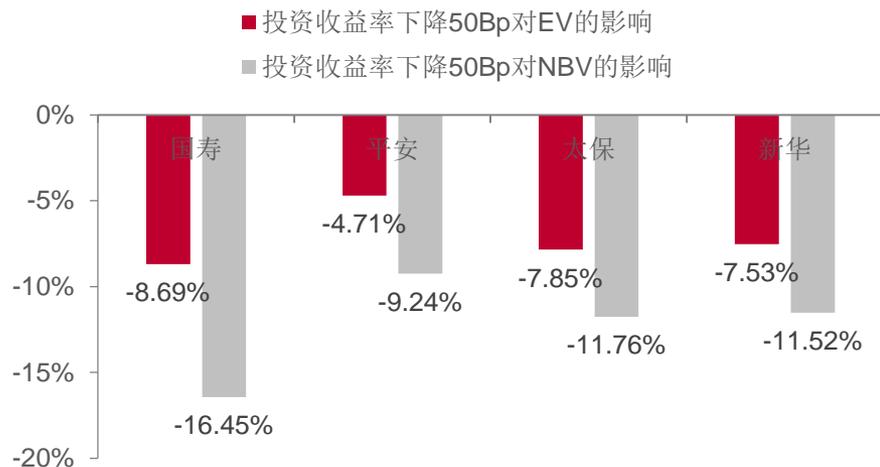


来源：wind, 中泰证券研究所

## 2.3 当前对保险股的隐含投资收益率预期过低

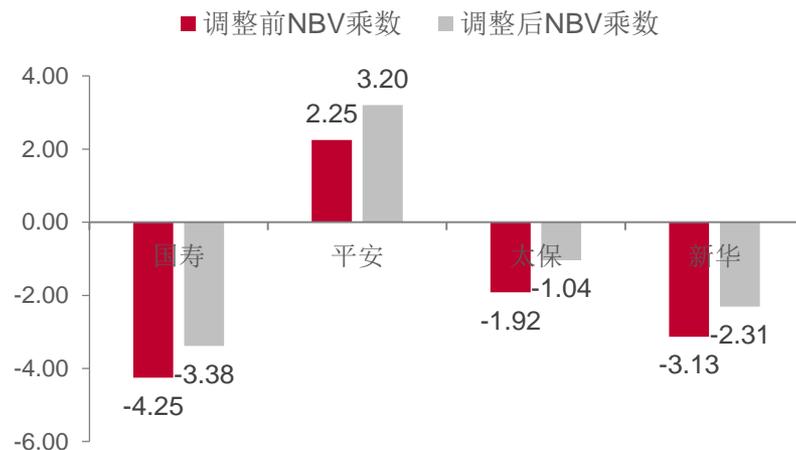
- 长端利率对保险股估值压制的根本原因在于基于现有假设的内含价值不可靠，但当前市场可能过度反应：一方面线性的将当前的利率下降常态化，另一方面估值隐含的投资收益率预期过低（3.5%-4%）；
- 如果我们将当前内含价值中的投资收益率假设下调50bp，那么国寿，平安，太保和新华的EV将分别下降8.7%，4.7%，7.8%和7.5%，NBV将分别下降16.5%，9.2%，11.8%和11.5%；
- 国寿，平安，太保和新华对应的NBV乘数（即（市值-集团内含价值）/寿险NBV）也只是从-4.3,2.3,-1.9和-3.1微幅上升至-3.4,3.2,-1.0和-2.3，依然和NBV增长的现状背离；
- 上一次行业长期处于1倍以下估值的背景是金融加杠杆下期限利差的不断收缩，当前并不存在这问题；

内含价值对投资收益敏感性



来源：公司公告，中泰证券研究所

NBV乘数敏感性测试



来源：公司公告，中泰证券研究所

### 三 投资标的：平安，太保，新华和太平

- 中国平安：保守假设下2019年寿险ROEV能达到26%以上，保持行业领先；分红产品吸收效应显著；财险行业2019年有望回暖，科技板块价值被市场逐渐认知；
- 中国太保：2018年代理人队伍处于清虚状态，个人业务模式将进化成“产品迭代，客户经营，产能突破，新渠道开拓和科技个险”五大维度，代理人动能有望逐渐恢复，对应19年PEV 0.73倍；
- 新华保险：2018年的附加险策略有效带动代理人人均保障件数提高13%至2.13件，2019年组织发展的费用政策边际放松，继续强化健康险的战略坚定，对应19年PEV 0.68倍；
- 中国太平：2018年的龙腾计划卓有成效，新增的代理人将驱动公司2019年的NBV增速在行业中领跑，对应19年PEV 0.54倍；

	平安	太保	新华	太平
19年EV增速	20.94%	17.07%	16.07%	17.60%
2018年对应PEV估值	1.155	0.849	0.787	0.630
2019年对应PEV估值	0.955	0.725	0.678	0.535

来源：wind, 中泰证券研究所

### 四 风险提示：

- 长端利率大幅度下滑，重疾险新单增速不及预期

## 重要声明

■中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

■本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

■市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

■投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

■本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。